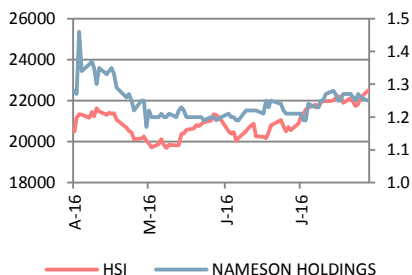


恒生指数与股价一年表现



国内外主要市场指数

	收盘	涨跌(%)
恒生指数	22,494.8	1.57
上证指数	3,004.3	0.93
标准普尔指数500	2,180.9	(0.09)
道琼斯指数	18,529.3	(0.08)
纳斯达克指数	5,213.1	(0.15)
日经225指数	16,650.6	2.44
富时100指数	6,809.1	0.23
欧洲Stoxx50指数	2,982.9	0.31

大宗商品及BDI

类别	收盘(美元)	涨跌(%)
TWI原油期货	43.02	(0.30)
COMEX黄金	1,335.31	0.07
LME铜	4,810.0	0.44
CBOT大豆	985.0	1.08
BDI	636.0	-

债券市场资料

产品(利率)	收盘(%)	涨跌(%)
美国2年期国债	0.7280	0.00
美国5年期国债	1.1452	0.02
美国10年期国债	1.5928	(0.01)
美国30年期国债	2.3093	0.01
德国10年期国债	(0.0668)	(1.79)

外币汇率

名称	收盘	涨跌(%)
美元/港币	7.7570	0.02
美元/人民币	6.6614	0.02
欧元/人民币	7.3792	0.01
港币/人民币	0.8588	0.00
美元/日元	102.45	0.13
欧元/美元	1.1088	(0.01)

主要活跃ETF

名称	收盘	涨跌(%)
南方富时A50	11.26	0.36
安硕A50	10.18	0.59
德银X-trackers沪	24.41	0.62
恒生H股指数	94.35	1.51
中银报诚-沪深300	29.40	0.86
华夏沪深300	33.05	1.07

恐慌指数

名称	收盘	涨跌(%)
CBOX VIX	11.50	0.97

资料来源: 彭博

每周股: 南旋控股 (1982 HK, 买入, 目标价: 1.7 港币)

- ❖ 欧睿信息咨询报告显示, 南旋控股是国内排名前四 (按收入计) 的针织品制造商之一, 其主要客户包括优衣库、Tommy Hilfiger 和 Ann Taylor, 2016 财年的销售贡献分别为 58%, 21% 和 8%。
- ❖ 尽管迅销公司指引 2017 财年上半年收入将仅实现约 6-7% 的同比增长, 但是优衣库对越南厂房的订单承诺和公司新采用的快速反应系统使得南旋控股同期的订单维持了双位数的强势增长。
- ❖ 越南产能扩张驱动增长。南旋控股的越南一期厂房已于 2015 年一季度投入生产, 二期 (年产量为 1,700 万件) 预计将于 2016 年 7 月相继完成。公司目前在内地工厂的年产能 2,990 万件, 越南产能扩张完成后, 公司的总产能将从 2016 年的 3,430 万件增加至 4,690 万件。我们预测南旋控股未来三年核心净利润的年复合增长率将达到 17.2%。公司 2017 财年的市盈率为 5.7 倍, 市盈增长率为 0.3 倍, 在同业中处于较低水平。基于目前 8 倍的估值 (较之中游同业公司有 30% 的折让) 和较短的上市时间, 我们给与“买入”评级和 1.7 港币的目标价。

宏观要闻

- ❖ 中国 7 月出口 (按人民币计) 同比上升 2.9%, 进口 (按人民币计) 同比下跌 5.7%, 贸易顺差 3,428 亿人民币。 [彭博]
- ❖ 德国 6 月份经季节调整后的工业产值较前月增长 0.8%, 5 月份修正后则为下滑 0.9%。 [彭博]
- ❖ 台湾 7 月份出口较上年同期增长 1.2%, 为去年 1 月以来首度转为正增长。 [彭博]
- ❖ 今日公布经济数据: 中国 7 月 CPI 及 PPI, 中国年初至今外商直接投资, 英国 6 月工业生产。 [彭博]

公司及行业讯息

- ❖ 中国银监会拟允许对去产能的钢铁煤炭企业实施续贷支持 [财新]
- ❖ 工行 (1398 HK) 上半年网络融资余额 6,040 亿人民币 按年增 15.4% [阿思达克财经]
- ❖ 龙光地产 (3380 HK) 中期纯利升 24% 至 12.8 亿人民币, 不派息 [经济通]
- ❖ 吉利 (175 HK): 处置旧厂产能净增 15 万部, 明年或拓发达国家 [经济通]
- ❖ 开山股份 (300257 CH) 有条件收购印尼地热公司 95% 股权 [和讯]

朝闻香江导读

【中信建投: 宏观观察】

- ❖ 投资放缓 动力堪忧——7 月份宏观数据半月报

【中信建投: A 股策略】

- ❖ 美国第三库存周期正在开启

【A 股报告每日精选】

- ❖ 汽车和汽车零部件: 精选绩优 价值为先

【近期研究报告】

- ❖ 华虹半导体 (1347 HK): 行业动荡中的防御股 (买入/目标价: 8.5 港币/20160803)
- ❖ 协鑫新能源 (451 HK): 市场逆风下的强势增长 (买入/目标价: 0.42 港币/20160801)
- ❖ 中国包装纸业: 分阶段修复 (20160728)
- ❖ 大中华区纺织服装业 OEM: 全球制造业的转型样本 (20160721)
- ❖ 广汽集团 (2238 HK): 广汽传祺驱动业绩增长 (持有/目标价: 10.0 港币/20160623)
- ❖ 重庆农村商业银行 (3618 HK): 重庆城乡金融专家 (买入/目标价: 5.85 港币/20160506)
- ❖ 枫叶教育 (1317 HK): 受益于直属教育体系 (买入/目标价: 7.10 港币/20160504)
- ❖ 徽商银行 (3698 HK): 深耕本地市场, 受益经济发展 (买入/目标价: 4.63 港币/20160421)
- ❖ 中国汽车行业: “新常态” 发展将更具持续性 (20160407)
- ❖ 中国旅游业: 境内旅游发展逆势而上 (20160212)



中信建投：宏观观察

❖ 投资放缓 动力堪忧——7月份宏观数据半月报（20160719）

金融降工业升，经济增速企稳。二季度 GDP 实际同比增长 6.7%，与一季度持平。具体分产业看，金融业与工业是对 GDP 增速拉动变化较大的行业，前者贡献下滑 0.2 个百分点，后者贡献提升 0.2 个百分点。

基建投资独木难支，投资增速继续回落。投资增速继续回落，民间投资延续弱势。基建投资独木难支，制造业拖累投资。房地产表现回落，未来或将拖累投资。

汽车支撑社零向好，未来仍受收入制约。低基数效应造成汽车销售好转，支撑社零增速向好。农村居民人均可支配收入累计实际收入持续下滑，可能会制约未来消费。

外贸整体疲弱，但在逐步好转。以美元与人民币计价表现差异，主要受人民币币值变动影响。无论是以人民币还是美元计价，外贸表现整体较为疲弱。但从趋势来看，外贸形势在逐步好转。预计进口跌幅将继续收窄，出口跌幅同样收窄但空间较为有限。

通胀继续放缓，通缩压力大于通胀。鲜菜价格继续下降，猪肉价格同比涨幅收窄。受基数效应影响，PPI 同比跌幅继续收窄。中期来看，通缩压力大于通胀。即便是洪水因素等对食品供应造成冲击，但对物价影响不大。

信贷社融超预期，M2 持平存隐忧。企业中长期贷款大增，支撑人民币信贷超预期。居民中长期贷款依旧较高，未来或将走低。受信贷与企业债融资改善支撑，新增社融规模超预期。货币乘数继续高位，基础货币增速转正，M2 增速持平。M1 增速继续提升，与 M2 剪刀差扩大。

经济短期企稳，但未来仍存隐忧。一是去产能背景下，就业压力增大可能影响居民收入，可能会制约未来消费。二是在国际经济表现反复、全球风险事件增多、大宗商品价格同比未来走高推高进口金额等背景下，净出口改善空间有限；三是在房地产销售增速放缓的情况下，房地产投资增速预计也将继续放缓，进而拖累固定资产投资；四是更能反映经济增长内生动力的制造业投资、民间投资等指标尚无企稳迹象。

(黄文涛 CE No. : BE0134 柳太胜 CE No. : AM0971)



中信建投: A 股策略

❖ 美国第三库存周期正在开启 (20160510)

美国本轮经济触底的周期特性

其一, 康波运行角度看, 处于衰退转萧条的敏感区域, 全球主要经济体的脆弱性将影响美国库存周期触底后的经济运行; 其二, 美元周期角度看, 当下仍处在始于 2011 年的强美元周期之中, 强美元本身就是对全球流动性的一种收缩; 其三, 商品周期的角度看, 2016 年应是本轮大宗商品周期触及产能周期回落后的第一低点, 将出现年度级别的价格反弹。

库存周期历史触底经验研究

从生产、库存、价格和信用体系四个维度对库存周期进行定位。近 60 年的历史经验表明, 美国库存周期触底的观测指标为: 零售商销售=>PMI 新订单=>化工产能利用率=>PMI=>产能利用率=>制造商销售=>产出缺口; 从美元周期和商品周期嵌套角度来看, 触底指标在 1986 和 1999 年可比库存周期中仍具稳定的领先性, 均出现价格引导库存周期回升。综上, 我们认为, 美国本轮第二库存周期大概率将于 2016 年 4-5 月触底。

中周期中后期投资消费仅是维持

库存周期触底对美国仅是开场, 库存周期的触底需向消费端传导, 并引领消费回升才能带动美国经济的稳健复苏。美国中周期未来 3-4 年逐步回落。从投资规律来看, 第三库存周期的开启对投资回落将有所修复, 但投资内部动力机制发生转移; 从消费规律来看, 趋势上跟随中周期波动, 短期波动由库存周期解释, 这是因为消费支出由就业和实际工资所决定。研究结果表明, 库存周期触底回升过程中, 就业将逐步提升, 但实际工资的变化却是由通胀速度所决定。就业与实际工资变化的速度决定了美国经济复苏强度和持续性, 但无论何种组合出现均无法改变美国第三库存周期滞胀的历史宿命。

2016 年美国经济运行前瞻

价格体系快速修复带动生产体系将出现小幅上修, 并带领就业指标逐步回暖, 大概率将发生在 2016 年 2-3 季度。通胀和就业的边际修复, 将引发美联储货币政策高度关注, 美联储或在 2016 年下半年依通胀和就业节奏进行 1-2 次的加息。加息是库存周期回暖过程中的必经之路, 真正值得担心的是实体经济运行的可持续性。可持续性本质上是由通胀回升与就业回升的速度所决定, 就业更快则经济稳健复苏, 通胀更快则将侵蚀消费更快进入滞胀。短期来看, 在外部环境相对平稳的环境下, 未来 1-2 个季度里美国经济维持库存周期稳健复苏的格局, 但中周期运行的位置早已决定第三库存周期的复苏终将走向滞胀。

(柳太胜 CE No.: AM0971)

A 股报告每日精选

❖ 汽车和汽车零部件：精选绩优 价值为先（20160712）

2016 年销售：同比增速略超预期

在信贷大规模投放+积极财政政策（基建）+地产投资回暖+产业减税政策作用下，行业销量增速维持 5%+，其中中重卡销售表现强劲，超预期。预测 2016 年汽车销量增 5.5%，较年初的 4.02%预期略有上调，主要因基建、地产投资超预期。

2017 年展望：行业销量/盈利压力增大

2017 年，行业面临地产周期走弱及产业政策退出，考虑较低的潜在增速和透支因素，预计将出现年度级别的负增长（-5%左右），行业利润率向下的概率较大。

国际化/新能源/辅助驾驶驱动结构亮点

国际化：借鉴日韩经验，由于国内制造体系完备、内需市场庞大、部分龙头公司进入盈利能力和竞争力提升的正循环，中国的汽车产业正逐渐崛起，开始进入大规模开拓国际市场的阶段。

新能源车：考虑补贴力度/产品储备/经济性，预期全年新能源车产量达 58 万辆，同比 54%，其中因下半年补贴目录发放（预计）及较高的补贴力度，专用车将成为增速最高的细分市场。

辅助驾驶：在产业政策、消费偏好及成本下降推动下，辅助驾驶（ADAS）进入普及阶段（由豪华向大众型渗透，由合资向自主渗透），未来五年将保持较快增长。

投资建议：优选基本面夯实/估值较低的绩优股

基本面角度，汽车竞争压力加大，行业利润率下降概率大，且相比于上一轮退出，产业面临更低的经济、行业内生增速及更低的行业产能利用率，结构性亮点是海外市场开拓、新能源高景气度及驾驶辅助需求爆发带来的配套机会。

估值/股价角度，与上轮刺激政策退出不同，传统整车未因刺激政策扩张估值/股价也在短期上涨后快速回落，目前估值与历史底部估值水平相当（长安与上一轮上汽最低估值一致），股价已提前反应政策退出后的不利影响，低估值整车若自身产品周期配合，我们认为获取绝对收益的确定性较大。

零部件恰相反（上轮政策退出，估值/股价经历两年收缩/下跌），目前估值较牛市高点差 25%，较低点高出 170%，新能源占比低/智能化、国际化门槛高（非普惠机会），整体估值明显偏高，股价很难再依靠估值扩张而上涨，且传统业务业绩压力将在未来几个季度逐渐体现，需精选基本面夯实/估值合理的绩优公司。

重点推荐公司

考虑产品周期强弱、整合、国际化、结构性机会（新能源/智能驾驶）核心逻辑的契合度及估值/分红率水平，我们重点推荐组合：华域（20）、福耀（17）、松芝（24）；上汽（23）、江淮（16）。

（柳太胜 CE No.: AM0971）

近期研究报告

❖ 华虹半导体 (1347 HK): 行业动荡中的防御股 (买入/目标价: 8.5 港币/20160803)

- 华虹 2016 年二季度收入增长疲弱, 但净利润增长超过我们的预期。
- 公司管理层预计 2016 年三季度将实现 3-4% 的收入环比增长和 30-31% 的毛利润率增长, 相信将受惠于国内银行 IC 卡、电力转换以及超高压应用的强劲需求。
- 我们将 2017/18 财年的盈利预测分别下调 1.6%/2.8%, 并基于 DCF 模型将目标价由 8.7 港币下调至 8.5 港币, 较之目前股价有 15.5% 的上升空间。维持“买入”评级。

二季度业绩稳健。华虹 2016 年二季度业绩稳健, 净利润同比增长 6.8%, 晶圆出货量同比增长 17.6% 带动收入同比增长 3.1%。此外, 公司毛利润率由一季度的 29.2% 微升至二季度的 30.8%, 但仍然低于 2015 年二季度 33.0% 的历史高点。从技术角度来看, 节点小于 25um 的晶圆在业绩期内实现较高收入, 而节点大于 25um 的晶圆收入相对较低, 表明对技术敏感性较低的应用需求相对旺盛。从市场角度来看, 日本和中国市场在业绩期内的收入分别下跌 22% 和 6.3%, 而欧洲及亚洲其他市场均实现强势增长。

专业应用领域前景兴旺。截至 2016 年 6 月, 华虹的晶圆产能已达到 151k/月, 符合其 2016 年底实现 161k 产能的目标。公司管理层预计 2016 年三季度将实现 3-4% 的收入环比增长和 30-31% 的毛利润率增长, 相信将受惠于国内银行 IC 卡 (eNVM 技术平台)、电力转换 (SJNFET 工艺平台) 以及超高压 (IGBT) 应用的强劲需求。如上文所说, 对技术敏感性较低的应用已成为全球半导体产业发展的主要推动力, 从而利好华虹长期的发展前景。

稳步成长、股息回报高。基于晶圆价格下跌 (部分受人民币贬值因素的影响), 我们将 2016-18 财年的收入预测下调 1.9-2.6%, 并将 2017-18 财年的盈利预测分别下调 1.6%/2.8%, 并基于 DCF 模型将目标价由 8.7 港币下调至 8.5 港币。华虹目前的市盈率为 9.4 倍, 市帐率为 0.64 倍, 股息率为 3.2%, 相较于国内外同业公司有绝对的折让。鉴于公司未来盈利可见性高 (资本开支、研发和净现金稳定), 我们认为华虹将在中期重估。

(柳太胜 CE No.: AM0971)

❖ 协鑫新能源 (451 HK): 市场逆风下的强势增长 (买入/目标价: 0.42 港币/20160801)

- 我们预计协鑫新能源 2016 财年的收入和净利润将分别同比增长 66% 和 206%, 主要受运营规模大幅增加和利润率提高所驱动。
- 尽管协鑫新能源的债务水平因目前项目融资结构将维持高位, 我们认为随着公司未来营运现金流的不断增加, 利息偿付率将逐步升高、潜在的流动性担忧将随之减弱。
- 结合公司今年 3 月的批股和我们对其盈利预测的调整, 我们基于 DCF 模型将目标价调整为 0.42 港币, 较之目前股价有 22% 的上升空间, 维持“买入”评级。

2016 年预计实现强势增长。我们预计协鑫新能源 2016 财年的收入和净利润将分别同比增长 66% 和 206%, 主要受运营规模大幅扩张和利润率提高所驱动。运营规模受益于 2015 年底及 16 年上半年大量新增装机的投产运营, 同时我们预计公司 2016 年太阳能发电的收入贡献将由 2015 年的 35% 上升至 60%、从而推动利润率的提升。

营运现金流满足净利息偿付需求, 减轻流动性担忧。随着公司发电业务的强势增长, 其营运现金流与净融资成本的差额在不断减少, 我们预计公司今年的营运现金流将会完全覆盖其净融资成本。同时, 若第六批新能源补贴的发放进程快于市场预期, 我们预计公司的营运现金流将有进一步的提升空间。

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

仍需关注不断上涨的资本负债率。公司目前的项目融资结构为 20%自有资金+80%贷款,因此我们预计协鑫新能源未来的资本负债率将会进一步上升。市场将担忧此上涨的资本负债率对公司偿债能力及持续发展的负面影响,但我们看到公司继续在探索多元化的融资渠道,例如发行绿色债券、推行项目证券化和引进潜在战略投资者。

盈利预测和估值调整。考虑到公司今年3月的批股和我们行业发展较为保守的估计,我们将协鑫新能源2016财年和2017财年的EPS分别下调92%和73%;并基于DCF模型将其目标价调整为0.42港币,相当于2016财年1.5倍的市帐率。协鑫新能源目前的市帐率为1.2倍,相较于历史平均水平估值吸引。此外,我们认为潜在的催化剂包括1)引入战略投资者或发行绿色债券,2)收取新能源上网电价补贴。

(朱可馨 CE No.: BEZ998)

❖ 中国包装纸业:分阶段修复(20160728)

中国的包装纸行业可能经历多个阶段的修复过程。我们认为,中国的包装纸行业将经历几个阶段的修复过程,主要因为:1)政府执行更加严格的环保标准将导致厂商在2016-17年关闭的数量超过先前的目标,以及未来5年内每年的净新增产能增速仅为1%;2)自2017年开始行业整合加剧;3)低利润率的包装纸子行业在过去几年内经历了产能的持续扩张,近来不断关闭厂房减少产能,我们预计涂布白板纸价格将会触底,从而带来持续的利润率增加;4)以再生纸作原料的箱板纸造纸厂商将受益于本地废纸资源供给改善带来的成本控制提高;以及5)在新的增值税机制下现金流将有所改善。因此,我们认为供应测会在推动行业利润率方面变得越来越重要。

绿色包装和快递服务带来稳定的消费前景。我们认为,国内的包装纸行业将受益于绿色消费观念的流行和快递服务的高速发展,从而进一步推动包装纸消费需求的增长。中期而言,我们预计国内的造纸商将对抓住例如越南等海外市场的发展机会对其进行投资。

我们首推理文造纸,作为早期行业修复的受益者。介于中国包装纸行业发展势头良好,目前估值吸引,我们看好行业整体未来的发展。在个股中,我们首推理文造纸(2314 HK,买入,目标价:7.2港币),公司执行力强、资产负债表强劲且管理层稳定,预计会在行业修复的早期阶段获益。此外,我们推荐玖龙纸业(2689 HK,买入,目标价:7.0港币)。随着行业的不断修复,我们认为玖龙纸业将受益于平均销售价格的上涨。我们认为,理文造纸较之玖龙纸业的估值溢价主要来自于该公司较高的ROE。

(陈家扬 CE No.: ALH659)

❖ 大中华区纺织服装业 OEM:全球制造业的转型样本(20160721)

全球运动服饰市场成为超新星。我们认为,全球运动服饰市场是一颗超新星。全球运动服饰的零售销售额在2010-15年的年复合增长率为3.4%,欧睿国际预计该数字将在2016-20年翻番,达到7.0%。在我们看来,全球运动服饰的发展会继续领先于普通服装和鞋类市场,主要由以下5大趋势驱动:1)产品设计的创新;2)马拉松的热潮;3)运动休闲的新趋势;4)女装训练系列产品的流行;以及5)服装和鞋类功能性元素的重视。

全球制造业的转型样本。上述5大趋势将推动全球纺织品供应链的转型。我们预计,较之传统的棉布材料,制造商将使用更多的人造纤维和环保纤维,从而提高自身的利润率。此外,服装业的分类界限将变得越来越模糊。例如,奢侈品牌和快时尚品牌纷纷推出运动服饰及产品,为制造商带来新的客户群体。鞋类生产采用的服装编织技术以及3D打印等本地化和自动化生产都表明传统的生产模式将逐渐被取代。由于以上大部分的生产活动可以实现自动化,传统的鞋类制造商会在本次转型中受挫,但是服装厂商依然有很多机会。



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

估值和选股。我们首次覆盖大中华区的纺织行业，并看好运动服饰 OEM 的发展。我们认为，在越南有厂房、资产负债表强劲以及拥有难以复制的生产技术的厂商将在本轮转型中不断占据有利地位。就个股而言，我们首次覆盖上游板块的天虹纺织（2678 HK，买入，目标价：10.5 港币）、互太纺织（1382 HK，买入，目标价：13.1 港币）和超盈国际（2111 HK，买入，目标价：6.7 港币）；中上游板块的德永佳（321 HK，持有，目标价：5.5 港币）、申洲国际（2313 HK，买入，目标价：48.2 港币）以及南旋控股（1982 HK，买入，目标价：1.7 港币）。在上游公司中，我们最看好互太纺织；在中上游公司中，我们最看好申洲国际。

(苏励姗 CE No.: AHA295)

❖ 广汽集团（2238 HK）：广汽传祺驱动业绩增长（持有/目标价：10.0 港币/20160623）

- 由于市场对广汽传祺的需求强劲，即使把今年三季度投产的 150K 辆新增产能计算在内，广汽传祺全年生产也接近最大产能。
- 由于产能限制和旧车型换代，我们预计广汽的日系合资品牌将在今年实现销售的平稳增长；广汽菲克可能受益于 Jeep 品牌 SUV 销量的强势增长而在 2016 年实现扭亏为盈。
- 我们首次覆盖广汽集团，并给予“持有”评级。目标价为 10.0 港币，相当于 2016 年 9.0 倍市盈率。广汽目前的市盈率为 8.6 倍，接近其历史高点，上升空间有限。

传祺的广州工厂已接近最大产能在满足销售增长。年初至今，广汽传祺的销售增长主要由 GS4 SUV 驱动。今年 1-5 月，广汽传祺 GS4 SUV 已售出 115K 辆。鉴于传祺其他车型的销售增速均有所下降，我们预计传祺的销量将在 2016 年实现 60% 的同比增长。由于 2016 以后将有更多的小型 SUV 上市，我们预计传祺在 2017 年的销售增速或将回落至 30% 以下。考虑到今年三季度投产的 150K 辆产能，我们预计传祺全年仍将保持在产能上限运转。

日系合资品牌今年增速平稳。我们预计广汽丰田和广汽本田将在今年实现销量的平稳增长，主要原因是部分车型即将面临升级换代，同时受到产能扩张的限制。就广丰而言，其 SUV 汉兰达主要受制于引擎的产能扩张限制，中级轿车凯美瑞将在 2017 年升级换代，因此我们认为广汽丰田在 2016 年的销售增长将主要来自于其轿车品牌雷凌。就广本而言，新 SUV 车型计划将于 2016 年年末推出，在 2017 年贡献销量的增长。

Jeep SUV 的强劲增长或将帮助广汽菲克扭亏为盈。根据我们的测算，广汽菲克年销量达到 160K-170K（包括 30K 的菲亚特和 130K 的 Jeep）时将有可能实现盈亏平衡。根据 2016 年前 6 个月的销售数据，广汽菲克 Jeep 自由侠（Renegade）的预定数量已经超过 6,000 辆，我们乐观预计广汽菲克 Jeep 自由侠（Renegade）和 Jeep 自由光（Cherokee）全年销量将合计达到 150K，从而部分抵消菲亚特的销售下滑，广汽菲克全年有望实现 170K 的销量，我们认为广汽菲克 2016 年总体亏损将大幅收窄，甚至有望实现小幅盈利。

估值。我们首次覆盖广汽集团，并给予“持有”评级。基于广汽近期 SUV 销售的强势增长和日本合资品牌的发展潜力，我们给予 10.0 港币的目标价，相当于 2016 年 9.0 倍市盈率。广汽目前的市盈率为 8.6 倍，接近其历史高点。

(田阳 CE No.: BGL791)

❖ 重庆农村商业银行（3618 HK）：重庆城乡金融专家（买入/目标价：5.85 港币/20160506）

- 重庆农村商业银行（重庆农商行）业务覆盖重庆所有行政区域，按资产规模及分布于城市、乡镇的营业网点数量，该行在当地均排名第一。

(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

- 2015年,重庆地区高达24.3%的新增贷款和33.3%的新增零售贷款最终存放于该行。其在乡镇地区银行服务的市场渗透率极高,借记卡持有量与常住人口数量比达112%。
- 我们首次覆盖重庆农商行,并给予“买入”评级。基于戈登模型,锚定0.91倍2016年的经调整市帐率,我们将目标价设定为5.85港币,较之当前股价有46.0%的上升空间。

本地优势突出。由于实体网点覆盖面广,该行在重庆同业中地位突出,且优势不断增强。该行在重庆的客户基础稳定,客户数量众多,客户存款快速增长,存款市占率不断扩张,截至2015年末,已达到16.3%,较之1年前和3年前分别提高了6bps和118bps。长期来看,依托其原有实体网点和不断发展的网银渠道,我们预计该行在重庆地区的市占率将在未来3年内达到22.4%。

资本市场相关收入发展势头强劲。2015年,该行实现资本市场相关手续费及佣金净收入6.19亿元人民币(同比增速达到26.6%),占其所有手续费及佣金净收入的41.4%。其中,理财产品和债券包销业务发展尤其迅速。同期,这两项业务带来的收入同比增长达到50%。我们认为,未来三至五年,资本市场相关业务将继续保持强劲的发展势头。

资产质量扎实。我们认为,该行的贷款质量风险较小。当前,大型银行承压于150%的拨备覆盖率红线,而重庆农商行的这一指标为420%,远高于业内平均的181%。特别是,2015年底该行的拨备覆盖率达到4.11%,相对其0.98%的不良率,该行贷款的拨备覆盖是十分充足的。

估值吸引,股价上升空间大。我们首次覆盖重庆农商行,并给予“买入”评级。基于戈登模型,锚定0.91倍2016年市净率,我们将目标价设定为5.85港币,较市价有46%的上升空间。该公司当前2016年市帐率为0.59倍,市盈率为4.08倍,股息率为6.13%,估价十分吸引。

(徐博 CE No.: AXG732)

❖ 枫叶教育 (1317 HK): 受益于直属教育体系 (买入/目标价: 7.10 港币/20160504)

- 枫叶教育是全球首家认证授予加拿大不列颠哥伦比亚省高中文凭的教育机构。公司将受益于中国留学生数量的不断增加。
- 我们预计公司的直属教育体系及向轻资产PPP模式的转型将为其带来更多利好。
- 我们首次覆盖枫叶教育,并给予“买入”评级。基于DCF模型,我们给定7.10港币的目标价,对应2017年(日历年)32.2倍的市盈率,行业2017年(日历年)的平均市盈率水平为28.5倍。

国际教育被视为优质投资,中国留学生人数不断增加。2015年,中国高等教育学院的录取人数达800万人次,其中6.5%(523,700人次)选择出国留学,较之2005年的2.2%有了显著的提高。许多中国家庭将出国留学视为一项高质量的投资。因此,我们认为中国对海外留学的需求将会保持强劲。

枫叶教育计划增加学校数量。枫叶教育计划在2015/16学年增设6间学校。根据现有项目进度,我们预计枫叶教育将在2016/17学年和2017/18学年分别增设9/12间学校。公司计划开办幼儿园、小学和中学教育,以建立直属教育体系,保证学生的生源和质量。

向轻资产的PPP商业模式转型。学生数量达1,500-1,800的自有学校,其资本支出为1.5-2亿元人民币/间;而PPP模式下该资本开支仅为1,000-2,000万。因此,在PPP模式下,枫叶教育将受益于资本开支减少和风险共享,从而降低折旧费用,缩短投资回报时间,减少营运资本循环,加速产业扩张。公司2013年资本支出与销售额的比率达0.51倍。在随后的几年时间内,公司不断向轻资产模式转型,资本支出/销售额比率也随之不断降低。我们预计2016年这一比率将达到0.23倍。

估值。我们首次覆盖枫叶教育,并给予“买入”评级。基于DCF模型,我们给定7.10港币的目标价。根据全面摊薄每股盈利和经调整每股盈利,该目标价相当于2017年(财年)34.2倍的市盈率及2017年(日历年)32.2倍的市盈率,行业2017年(日历年)的平均市盈率水平为28.5倍。

(苏励姗 CE No.: AHA295)

❖ **徽商银行 (3698 HK): 深耕本地市场, 受益经济发展 (买入/目标价: 4.63 港币/20160421)**

- 徽商银行是我国首家重组设立的区域性股份制商业银行, 其业务集中于合肥市以及安徽省。
- 该行业务发展驱动力主要来源于: 区域经济快速增长、中间业务发展迅速、资产质量高于同业水平、资产管理能力较好。
- 我们首次覆盖徽商银行, 并给予“买入”评级。基于戈登模型, 对应 2016 年 0.93 倍市帐率, 我们给定徽商银行目标价为 4.89 港币, 较当前股价有 19.2% 的上升空间。

立足安徽, 受益于本地经济的快速增长。安徽省经济发展领先于全国, 金融需求丰富, 且具有持续性。徽商银行主要业务集中于安徽省内, 在区域市场具有领先地位和影响力。地区经济优势和市场地位使得该行表现持续优于全国和本地同业水平。

业务结构不断改善。2015 年, 徽商银行的利息业务结构在资产和负债两个方面都有明显的改善。我们预计未来该行资产负债管理仍将维持高效。此外, 该行中间业务发展迅速, 在未来 3-5 年内实现 20% 以上非息收入年复合增长率的可见性高。

资产质量健康, 高风险产业敞口得到有效控制。徽商银行 2015 年的不良率同比上升 16bps 至 0.98%。不过, 上升速度总体较缓, 且 0.98% 的绝对值远低于行业平均 1.67% 的水平。作为更为审慎的资产质量衡量标准, 该行 96.13% 的正常贷款率仍显著高于行业平均水平 94.54%。

估值吸引。我们首次覆盖徽商银行, 并给予“买入”评级。基于戈登模型, 锚定 2016 年 0.95 倍的市帐率, 我们给定徽商银行目标价 4.63 港币, 较当前股价 (3.80 港币) 有 21.8% 的上升空间。由于该行所在地安徽具备经济发展优势, 该行发展战略清晰及执行度高, 我们对徽商银行的长期发展持乐观态度。

(徐博 CE No.: AXG732)

❖ **中国汽车行业: “新常态” 发展将更具持续性 (20160407)**

中国的汽车市场将进入“新常态”发展阶段。历史数据显示, 中国的汽车产业的发展与经济状况密切相关。2015 年, 中国的 GDP 增长为 6.9%, 为 20 年来最低。中国经济发展似乎已进入“新常态”的格局, 加之人口的老龄化, 都预示着中国汽车产业高速发展的结束。尽管如此, 我们看到中国汽车产业长期发展将更具持续性, 主要因为 (1) 中国的人均汽车拥有量远低于发达国家; (2) 中国二三线城市人口密度低, 对汽车的潜在需求大; 以及 (3) 对碳排放的担忧将促进低油耗车辆的发展。

新能源汽车销售增长提速或将带来行业整合。2016 年起, 国家将逐步减少新能源汽车的补贴, 并可能在 2020 年后全面取消相关补贴。然而, 由于政府实施了更加严格的碳排放标准, 发展新能源汽车对于汽车制造商降低企业的总体燃油消耗量至关重要。因此, 汽车制造商将大力推广新能源汽车的销售。我们认为, 政策将更加利好大型的汽车制造商, 同时加速行业整合。

汽车零部件和后市场领域具有更大的潜在增长。中国汽车供应链中, 汽车制造商的利润 (主要指毛利润率和 ROE) 最高。2015 年, 中国 389 家汽车制造商实现了 2.7 万亿元人民币利润, 毛利润率达 18%; 而 12,093 家汽车零部件制造商仅实现了 2.56 万亿元人民币的利润, 毛利润率达 14.0%。考虑到产能过剩和营业成本上升的问题, 长期来看汽车制造商的利润率面临下滑的压力, 对于零部件制造商和后市场服务商而言是一个利好。

估值和选股。我们首次覆盖并看好中国汽车行业, 基于 1) 长久发展更具持续性; 2) 汽车产业链上各公司的发展机会和估值差异; 以及 3) 汽车板块整体较低的估值。此外, 我们首次覆盖长城汽车 (2333 HK) 并给予“持有”评级。我们认为, 长城汽车将继续受益二三线城市潜在的增长需求。我们同时维持对于北京汽车 (1958 HK) 的“买入”评级。我们认为北汽将在今年实现销售增长和盈利预期的转型。

(田阳 CE No.: BGL791)



❖ 中国旅游业：境内旅游逆势而上（20160212）

境内旅游将受益人民币贬值。中国的境内旅游市场在近几年来得以大规模发展。2009-14年，境内旅游收入的年复合增长率达到了24.4%，超过同期国内零售收入15.4%的年复合增长率。此外，由于消费者薪水普遍提高、交通设施日益完善以及旅游服务素质不断提升，旅游人均开销占旅游总收入比例的增长速度已超过旅客人数的增长速度。就中期来看，人民币贬值将利好入境游同时利空出境游。因此，我们预计一小部分出境游客会转为选择境内旅游。在我们看来，尽管中国消费者信心下降，境内旅游发展势头依然强劲。

政府的优惠政策和外商直接投资。我们预计，中国政府将在“十三五”期间继续推动发展旅游业成为国家战略性支柱产业。2016年，我们期待国企改革在四大国企旅游公司进一步推进，上海迪士尼的正式营业吸引更多海外投资者投资主题公园，以及农村旅游带来更多的就业机会。

估值和个股推荐。我们首次覆盖中国旅游业，特别关注旅游景点板块。就个股而言，我们首次覆盖香港中旅（308 HK，买入，目标价3.60港币），该公司现金充足，计划收购部分旅游景点，拥有珠海旅游地产项目以及持续的股份购回计划，因此估值吸引。我们也推荐市场定位独特的主题公园运营商海昌海洋公园（2255 HK，买入，目标价1.90港币），预计该公司的新型主题公园将带来稳健的游客人数增长，推升上市公司主题公园经营业务的EBITDA增长。此外，我们认为海昌海洋公园新增的海洋馆运营及咨询服务，以及2017年上海海昌极地海洋公园的正式营业都将进一步推动公司的成长。

（苏励珊 CE No.：AHA295）



附表 1: IPO 招股备忘

上市代号	公司名称	行业	招股价	招股日期	上市日期
02031. HK	澳至尊国际控股有限公司	保健品	0.80-1.20	2016/07/28-2016/08/02	9/8/2016

(阿斯达克财经网)

附表 2: 近期配股集资公司

日期	代号	名称	配售价	集资金额	配售类别	占已发行股本 (%)	集资方法 (集资目的)
3/8/2016	8116	中国幸福投资	--	HKD 25.000M	可换股债券	0	配售/发行 (偿还债务)
1/8/2016	2623	中国中盛资源	RMB 0.094	RMB 56.640M	普通股份	13.645	配售/发行 (扩大资本基础 发行价相等于 0.11 港元)
1/8/2016	928	野马国际	HKD 0.266	RMB 56.250M	普通股份	11.467	代价发行 (收购项目 购高通量测序、癌症筛查及基因测试技术业务)
1/8/2016	1533	庄园牧场	--	--	A 股	33.338	配售/发行 (业务发展 于深圳上市)
1/8/2016	482	圣马丁国际	HKD 0.262	HKD 18.340M	普通股份	5.497	配售/发行 (业务发展)
31/7/2016	1468	英裘控股	HKD 0.180	HKD 37.800M	普通股份	7.281	配售/发行 (业务发展)
31/7/2016	1468	英裘控股	HKD 0.180	HKD 118.800M	普通股份	22.883	代价发行 (收购项目 购香港证券交易业务)
31/7/2016	8325	中国支付通	--	USD 12.000M	可换股债券	0	配售/发行 (业务发展; 偿还债务)
29/7/2016	8179	新煮意控股	HKD 0.153	HKD 19.976M	普通股份	20	配售/发行 (业务发展)
29/7/2016	2608	阳光 100 中国	--	USD 200.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础; 偿还债务)
29/7/2016	2366	星美文化	--	HKD 35.000M	可换股债券	0	配售/发行 (扩大资本基础; 业务发展)
29/7/2016	8078	中国 3D 数码	HKD 0.870	HKD 10.000M	普通股份	0.281	代价发行 (收购项目 购艺人管理服务及音乐制作业务)



(翻译及编辑: 周珂晖 CE No.: BHR437)

29/7/2016	808	泓富产业信托	HKD 3.436	HKD 12.927M	普通股份	0.26	代价发行 (支付费用)
29/7/2016	8166	中国农业生态	HKD 0.130	HKD 806,000	普通股份	0.125	代价发行 (收购项目 购香港可循环再用袋贸易业务;按保证溢利发行)
29/7/2016	8166	中国农业生态	HKD 0.130	HKD 806,000	普通股份	0.125	代价发行 (收购项目 购香港可循环再用袋贸易业务;按保证溢利发行)
28/7/2016	8173	万亚企业控股	HKD 0.080	HKD 45.540M	普通股份	20	配售/发行 (扩大资本基础)
28/7/2016	646	中国环保科技	HKD 0.200	HKD 100.000M	普通股份	19.998	代价发行 (收购项目 购国内物业管理业务)
28/7/2016	646	中国环保科技	HKD 0.200	HKD 24.000M	普通股份	4.799	代价发行 (收购项目 购国内物业管理业务)

(来源: 经济通)



Research

LIU Taisheng, Steven
TMT
(852) 3465 5652
stevenliu@csci.hk

SO Lai Shan, Jennifer
Consumer
(852) 3465 5781
jenniferso@csci.hk

CHAN Ka Yeung, Duncan
Commodity
(852) 3465 5654
duncanchan@csci.hk

TIAN Yang
Automotive
(852) 3465 5775
tianyang@csci.hk

SUN Lingxiao, Roger
Industrials
(852) 3465 5785
rogersun@csci.hk

XU Bo, Albert
Financials
(852) 3465 5789
albertxu@csci.hk

ZHU Kexin
Renewable energy
(852) 3465 5653
zhukexin@csci.hk

Institutional Sales & Trading

XIANG Xinrong, Ron
(852) 3465 5633
ronxiang@csci.hk

CAO Xiaogang, Glen
(852) 3465 5658
caoxiaogang@csci.hk

ZHANG Meng, Maurice
(852) 3465 5656
mauricezhang@csci.hk

HO Wen Hao, Jack
(852) 3465 5685
jackho@csci.hk

HO Hung Wei
(852) 3465 5687
hohungwei@csci.hk

LEE Ying Ju, Rose
(852) 3465 5707
roselee@csci.hk

AO Yiyu, Diana
(852) 3465 5708
dianaao@csci.hk

WANG Fei, Sophie
(852) 3465 5709
sophiewang@csci.hk

XIA Tian
(852) 3465 5670
xiatian@csci.hk

利益披露声明

截至本报告的日期，

1. 主要负责撰写本报告全部或部分内容的分析师在此声明：

(i) 本报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每一位分析师对作为分析对象的证券和发行者的个人观点；

(ii) 分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去，现在及将来均不会直接或间接涉及本报告所表达的任何具体建议或观点。

2. 主要负责撰写本报告全部或部分内容的分析师,或其关联方, 均不在本报告提及的任何公司中拥有任何权益（包括直接或间接拥有证券、安排财务融通或担任高级管理人员）。

3. 本报告由中信建投（国际）证券有限公司（下称“中信建投（国际）”）受香港证券及期货监察委员会监管（中央编号：BAU373）发出。

4. 中信建投（国际）及每一间在香港从事投资银行，自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，没有持有本报告提及的任何公司高于市场资本值的 1%。

5. 中信建投（国际）及每一间在香港从事投资银行，自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，在过去 12 个月内可能向本报告提及的任何公司就投资银行服务收取任何报酬或接受任何委托。

6. 中信建投（国际）及每一间在香港从事投资银行，自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无雇员或其有关联的个人担任此报告内所评论的任何上市公司的高级人员。

7. 中信建投（国际）及每一间在香港从事投资银行，自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，可能有为此报告所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

免责声明

此报告只提供参考之用，在任何地区皆不可作为证券出售要约或证券买卖的邀请。此报告所提及的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由中信建投（国际）编写，所载资料的来源被中信建投（国际）认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠资料为基础，只是表达观点；中信建投（国际）或任何个人不对其准确性或完整性作任何担保。此报告所载的资料（除另有说明）、意见及推测反映中信建投（国际）于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改。由于假设及准则不一，不同的观点及分析方法可能被应用于准备有关材料，中信建投（国际）并无责任向任何接受本报告的人士提供该等材料。中信建投（国际）、其控股公司或任何其附属公司不对因使用此报告的材料而引致的直接或间接损失而负任何责任。

此报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此报告中所提及投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何人的投资目标、财物状况或特殊需求考虑进去。投资者应该不依靠此报告而是靠自己作出投资决定。客户在做出任何以此报告的建意为依据的投资行动前，应先咨询专业意见。在投资于本报告所涉及的证券前，投资者应考虑其个人投资目标及财物状况，并在有需要时就财政、税务及法律征询专业意见。

本报告的收件人须对本报告严格保密。本报告以仅供参考为目的而提供，且不得以任何目的被复制、再散布或传递（无论直接或间接）给其他任何人或被全部或部分公开。在其他管辖区散布本报告的行为可能受到法律的限制，且拥有本报告的任何人均应自行获悉所有该等限制或任何须遵守的规定。

中信建投（国际）研究部

香港中环交易广场2期18楼

电话：(852) 34655600 传真：(852) 21809495